

宏观点评 20230622

预期降温，节后市场如何演绎？

2023年06月22日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《预期降温，节后市场如何演绎？》

2023-06-21

《5月财政：紧跟经济步“乏”》

2023-06-19

■ **最近这两周市场预期的转变有点快**，从政策“急迫”+中美“转暖”到政策“不急”+中美“前景不明”的转变只用了一个周末。直接的结果是近期股汇等风险资产压力比较大，本周三个交易日港股跌超4%，沪深300跌2.5%，而周三人民币汇率一度跌破7.20，后续怎么看？

■ **对于人民币，在当前的背景下稳地产才能稳汇率**，我们认为短期内人民币调整的行情还会持续一段时间，拐点可能在第三季度出现（稳经济政策+美联储加息临近结束），低点在7.25至7.3之间；对于股市，短期的调整受情绪化因素影响更大，因此主题板块会率先企稳，而指数行情和风格切换还需等待政策的进一步确认，今年左侧抢跑的风险确实较大。

■ **人民币虽然跌破7.2，但是汇率市场似乎并不慌**。人民币汇率年内第一次跌破7.2。我们的框架中人民币两大定价因子：**地产和中美关系的边际转弱**是推动这波汇率破7.2的重要因素。地产端，上周国常会的“淡定”和本周二LPR对称降息10bp的“从容”，反而让市场在稳经济预期方面有点走弱；中美方面，布林肯访华后的言论则让中美关系前景的不确定性有所上升。

但是汇率市场似乎并未恐慌，和之前人民币调整不同的是，人民币汇率的期权隐含波动率保持平稳、风险逆转期权反而大跌（看涨人民币的期权更贵）。

■ **汇率没慌，股市的波动倒是有点偏大——这一次股市受情绪的冲击更大**。这种冲击来自宏观和微观两个层面：除了上述政策和中美原因外，前期提前下注+部分AI风口公司股东减持等负面舆情，导致顺周期（尤其是地产链）和TMT板块均出现明显调整（图3）。

■ **我们认为稳地产政策会“虽迟但到”，不过等待的时间十分关键：时间越长，汇率和股市调整的压力可能会更大**。而对于中美关系，敏感时间点（布林肯访华后+端午节前）上的言论让市场放大了悲观的情绪，我们认为当前市场对中美关系的判断过于草率，具体而言：

■ **地产依旧是当前稳住经济和市场信心的关键**。仅仅靠10bp的降息效果可能有限，地产政策加码、稳增长的一揽子政策陆续出台仍有必要。

从国常会的措辞看，如图4，上周五（6月16日）“**研究提出**”+“**及时出台**”的政策效率虽然不如“**部署**”，但是未来一个月内可能是政策密集出台的窗口期，可以参考2022年4月，在月初国常会提出“抓紧研究、及时出台”之后，降准、稳增长一揽子政策接踵而至（因为有疫情封控的原因，一揽子政策出台的时间有所滞后）。

■ **对中美关系的判断可以比市场乐观些**。尽管布林肯访华后美国高层表态依旧相对强硬，但背后的目的依旧绕不开争取明年大选的政治资本和支持，这并不能代表美国对华政策相较此前发生了很大的变化（但也提醒市场，要为明年的美国大选提前做好准备）。我们认为保持沟通已经成为两国的共识，9月印度举办的G20会议以及11月在美国举办的APEC会议，两国元首的会面依旧值得期待。

■ **综合基本面和情绪面的判断，我们认为人民币调整行情仍将持续一段时间，而股市的韧性可能会预期更强**。

■ **政策不急+市场似乎不慌=汇率拐点仍需等待**。10bp降息的效果可能有限，而政策出台越缓，很可能意味着后续降准、降息的压力和幅度会越大，汇率潜在调整的压力也会越大，除此之外，恐慌情绪的释放往往也是汇率见底的重要标志。因此我们认为人民币汇率的拐点可能在第三季度出现（稳经济政策+美联储加息临近结束），低点在7.25至7.3之间，大概率不会跌破去年的低点。

■ **政策不急+情绪调整过度=至少还有主题投资**。毕竟在今年大部分时间

里，股市都是在没有总量政策和预期的环境下交易的，仍有部分板块跑出了牛市的感觉，何况当前央行刚降息，往后看可能还有进一步宽松的空间。除此之外，我们认为当前股市的调整受情绪化因素影响更大，很可能短期内出现超调。主题板块会率先企稳，而指数行情和风格切换还需等待政策的进一步确认，今年左侧抢跑的风险较大。

- **风险提示：**政策定力十足，经济出现超预期放缓；中美关系出现超预期紧张，资金避险情绪大幅上升。

图1: 人民币调整但是波动率淡定



注: 此处使用的都是美元兑离岸人民币汇率, 下同

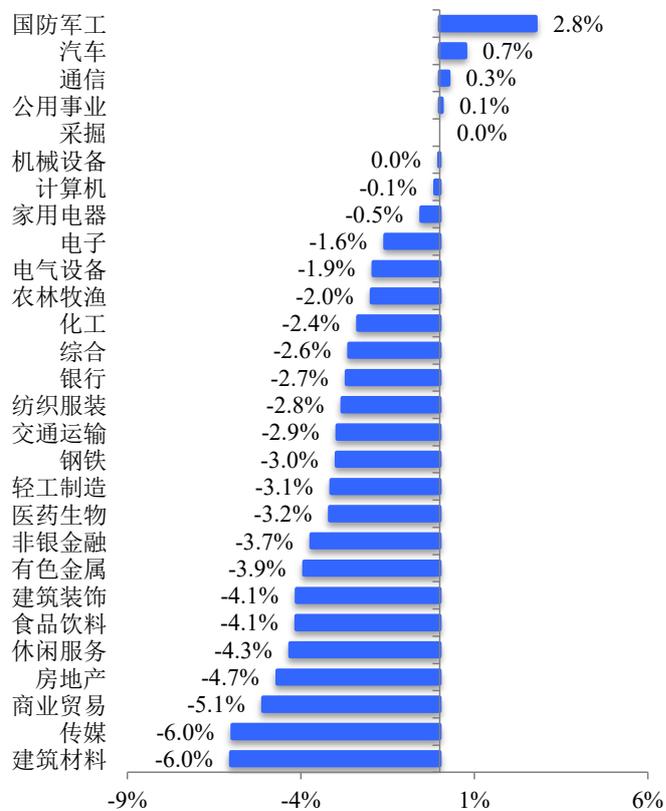
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 人民币调整但是市场看跌情绪不浓



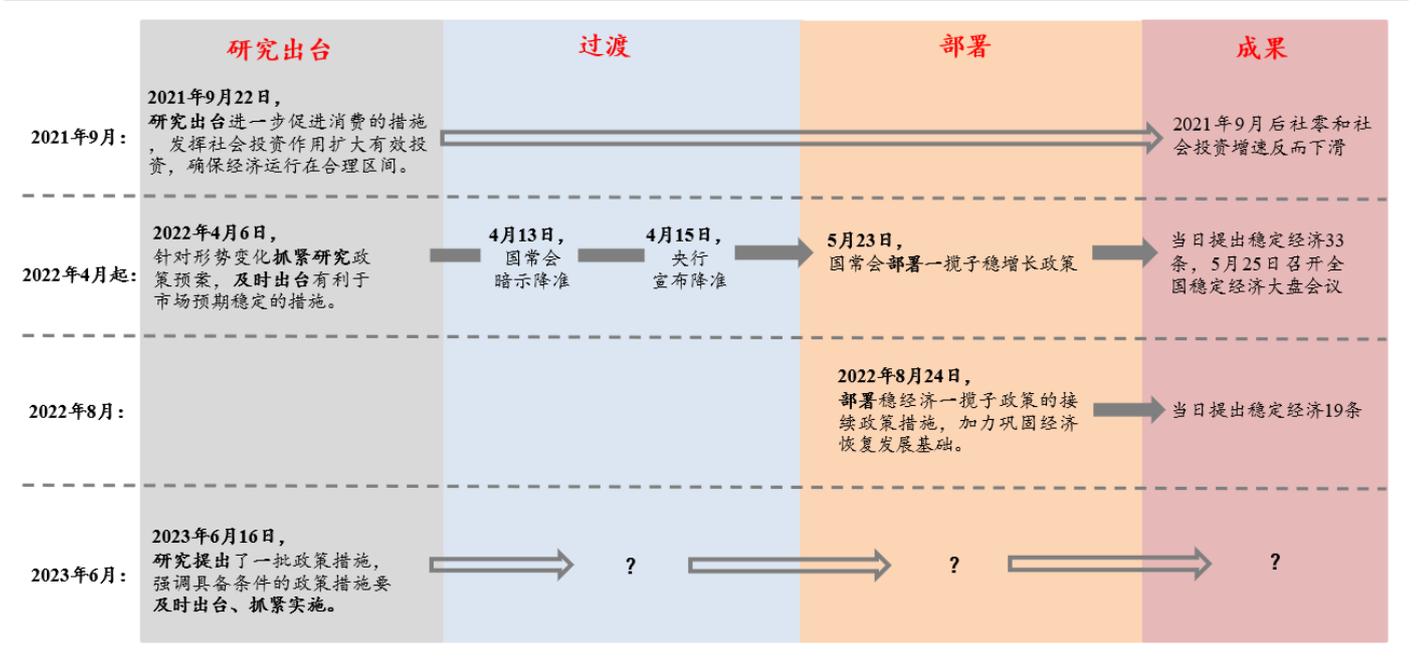
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 本周前三个交易日主要板块的表现 (6月19日至6月21日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：国常会的微妙措辞和政策落地的差别



数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

